

Геннадій Петрусевич

аспірант ДННУ «Академія фінансового управління»,

м. Київ, Україна

gennadii.petrusevych@gmail.com

ORCID ID: 0000-0003-1002-0841

ДОВГОСТРОКОВЕ ПОРТФЕЛЬНЕ ІНВЕСТИВАННЯ В ЕКОНОМІКУ УКРАЇНИ: АНАЛІЗ РИНКУ МУНІЦИ- ПАЛЬНИХ ОБЛІГАЦІЙ

Вступ. У нинішніх реаліях для відновлення економіки України та її регіонів існує потреба швидкого залучення довгострокових інвестицій. Таким критеріям відповідають інструменти довгострокового портфельного інвестування, до яких входять боргові цінні папери. Серед цих інструментів особлива роль належить муніципальним облігаціям, які разом із облігаціями внутрішньої державної позики, облігаціями підприємств, казначейськими зобов'язаннями формують значну частину фондового ринку. Муніципальні цінні папери сприяють надходженню фінансових ресурсів для реалізації програм регіонального розвитку, в тому числі стратегічного характеру.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Інвестиційну діяльність та портфельні підходи досить ретельно досліджували іноземні вчені Г. Марковіц [1], У. Шарп, Е. С. Бредлі, що у своїх працях заклали загальнотеоретичні основи предметної галузі. У дослідженнях вітчизняних науковців Ю. Макогона, Д. Лук'яненка, А. Пересади, В. Дергачової, О. Рогача, О. Іваницької [2] змістовно викладена міжнародна інвестиційна діяльність та залучення інвестиційних ресурсів в економіку України. Муніципальні цінні папери як у теоретичній площині, так і в площині практичного застосування ґрунтовно розглядають у своїх наукових розвідках К. Борисюк, І. Бурковський, Г. Березде, Ю. Кравченко, Д. Гриджук, В. Опарін, В. Падалка, О. Медрук та ін. Хоч така велика плеяда науковців і присвятила значну кількість наукових робіт дослідженню

інвестиційної діяльності та обігу цінних паперів, але теоретичні основи функціонування ринку саме муніципальних цінних паперів в Україні залишаються недостатньо опрацьованими.

Метою дослідження є визначити основні напрями забезпечення ефективного залучення довгострокових портфельних інвестицій у регіони шляхом застосування механізму емісії муніципальних облігацій.

Виклад основного матеріалу. Проблематика розвитку регіонів нашої країни не є новою, й одним з головних рушіїв з часів отримання Україною незалежності було їхнє фінансове забезпечення. Цей факт змушував місцеві органи влади постійно шукати різноманітні ресурси та джерела фінансування. Особливо це стосувалося великих проєктів, що потребували відповідно великих обсягів коштів, на реалізацію котрих було недостатньо лише бюджетного фінансування [3]. Хоч у громад була можливість фінансування подібних проєктів через інфраструктурні субвенції та Державний фонд регіонального розвитку, але дедалі частіше вони почали стикатися з тим, що залучених ресурсів не вистачало. Це перетворювало розподіл коштів на ще одне джерело суспільної напруги. З часом приходило розуміння того, що державна підтримка тимчасова, і все частіше починала заходити розмова про необхідність вироблення іншого інструменту – дієвого та прозорого для фінансових вливань, котрий допоможе громадам стати економічно потужними і незалежними [4]. До того ж подібні інвестиційні проєкти місцевих органів влади мають довгостроковий характер та тривалий термін окупності, через що їхнє фінансування вигідно організовувати, використовуючи можливості ринку боргових зобов'язань. Саме для цього як у світовій практиці, так і в Україні віддавна застосовуються муніципальні цінні папери, що випускаються органами місцевого самоврядування у вигляді облігацій місцевої позики [3].

Перша місцева позика в Україні була здійснена Київською міською владою у 1995 році шляхом випуску муніципальних облігацій на 2,3 млн грн для забудови житла. Вдалими розміщеннями облігацій відзначилися також Харків, Дніпропетровськ, Черкаси, Запоріжжя та ще деякі великі міста. Протягом 1995-1998 рр.

облігації місцевих позик було випущено в десяти регіонах на загальну суму 217,5 млн грн [5]. Найбільш вдалим видалося розміщення Харківської міської ради, котра на залучені кошти закупила міські автобуси й передала їх в оренду, а вже за рахунок орендної плати здійснювалося погашення облігацій. Зазначимо, що наприкінці цього періоду досить невдалим випуском та обслуговуванням муніципальних облігацій відзначилася Одеса, розміщення якої у 1997 році закінчилося дефолтом вже у 1998 році [6] через заяву міської ради про неплатоспроможність на момент їх погашення. Ускладнював ситуацію той факт, що більша частина цих облігацій була придбана іноземними інвесторами. Після детального аналізу тодішньої одеської муніципальної позики було визначено кілька основних причин, що призвели до дефолту. Основною із них було використання лише чверті залучених ресурсів за призначенням, другорядними причинами – розрахунки в іноземній валюті, необґрунтовано високі відсотки та відсутність страхового покриття [5].

Указом Президента України в 1998 році було введено низку змін у процедурі проведення емісії облігацій внутрішніх місцевих позик. Спочатку її розмір мав погоджуватися з Міністерством фінансів України (МФУ), а вже потім вона підлягала обов'язковій реєстрації в Державній комісії з цінних паперів та фондового ринку (ДКЦПФР). Негативний досвід та додаткове державне регулювання призвели до падіння обсягів на ринку того року – було зареєстровано тільки одну емісію облігацій Броварської міської ради на суму 0,5 млн грн. Протягом наступних чотирьох років з боку МФУ не було надано жодного дозволу на випуск облігацій місцевих позик [6].

З даних табл. 1 видно, що ринок муніципальних запозичень в Україні з 1999 року зменшився практично до мінімуму. Проте невдалі випадки розміщення муніципальних позик першого десятиліття незалежності країни переконливо довели необхідність вдосконалення законодавчого підґрунтя, котре б регламентувало процедуру запозичень до місцевих бюджетів. Прийняття Бюджетного Кодексу України від 21.06.2001р. № 2542-III [7] повернуло зацікавленість муніципалітетів до цього ринку,

дозволивши їм залучати як зовнішні, так і внутрішні запозичення. Однак вводилися й певні правила, вимоги та обмеження, серед яких основними вважалися такі:

- позичати ресурси на внутрішньому ринку могли виключно міста й автономна Республіка Крим;
- випуск єврооблігацій мали право проводити лише великі міста з населенням понад 800 тис. мешканців;
- запозичення до місцевих бюджетів могли здійснюватися на визначену мету і підлягали обов’язковому поверненню;
- обслуговування боргу мало здійснюватися за рахунок коштів загального фонду бюджету та не могло перевищувати 10% видатків цього фонду;
- держава не несла відповідальності за зобов’язаннями по таких облігаціях;
- кожний випуск облігацій повинен був схвалюватися МФУ.

Таблиця 1

Зареєстровані емісії муніципальних облігацій за 1995-2005 рр.

Рік	1995	1996	1997	1998	1999-2002	2003	2004	2005	Всього
Обсяг випусків, млн грн.	76,6	184,8	180,5	0,5	0,0	150,0	45,0	375,0	1012,4

Джерело: складено за [5].

Однак недосконалість вищезазначеного прийнятого Бюджетного Кодексу України в розрізі процедурних питань завадила відродженню ринку муніципальних облігацій. Цей процес розпочався у 2003 році після прийняття двох документів: Порядку здійснення запозичень до місцевих бюджетів, затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 24.02.2003 р. [8], та Положення про порядок випуску облігацій місцевих позик, затвердженого рішенням ДКЦПФР від 07.10.2003 р. [9]. Цими нормативно-правовими документами врегульовувалося ряд питань щодо випуску та обслуговування муніципальних запозичень [5]. Започаткувала новий етап розвитку ринку муніципальних

облігацій столиця розміщенням облігацій на суму 100 млн грн у 2003 році. У 2004 році провели випуски своїх облігацій міста Донецьк та Запоріжжя – 3-річні на суму 20 млн грн та 2-річні на суму 25 млн грн відповідно. А вже 2005 рік відзначився різким кількісним зростанням – до 10-ти емісій облігацій місцевої позики на загальну суму 345 млн грн у 4 великих обласних містах: Харків, Донецьк, Запоріжжя та Одеса [6]. За даними андерайтерів цих розміщень, одразу була відзначена неабияка зацікавленість до цих облігацій з боку нерезидентів, котрі, наприклад, викупили 90% випуску муніципальних облігацій міста Харкова [5].

Таблиця 2

Зареєстровані емісії муніципальних облігацій за 2006-2019 рр.

Рік	2006	2007	2008	2009	2011	2012	2014	2018	2019	Всього
Обсяг випусків, млн грн	88,50	156,30	974,00	380,00	584,50	5680,25	2625,00	740,00	500,00	11728,55
Кількість випусків, шт.	7	8	15	3	8	12	1	5	2	61

Джерело: складено за [10, с. 48].

Інформативну динаміку розвитку ринку місцевих позик відображає табл. 2, де видно як періоди практично повного припинення активності у 2010 р., 2013 р. та 2015-2017 рр., так і її активізацію у 2012 р. та 2014 р. Після різкого зростання у 2005 році, наступний 2006 рік показав суттєвий спад в обсягах залучених коштів – 88,5 млн грн було залучено у результаті 7 емісій муніципальних облігацій 5-тьох міст – Черкаси, Івано-Франківськ, Комсомольськ, Вінниця та Донецьк [6].

Після чергового короткострокового падіння, зростання ринку місцевих запозичень чітко простежується аж до 2008 року, протягом якого свої розміщення здійснили 10 муніципалітетів (табл. 3) на рекордну загальну суму за весь попередній період обігу місцевих облігацій 974,00 млн грн.

Таблиця 3

**Зареєстровані емісії муніципальних облігацій
по регіонах за 2008-2014 рр.**

Назва емітента	Обсяг випуску, млн грн						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Харківська міська рада	505,00	-	-	99,50	-	-	-
Львівська міська рада	200,00	300,00	-	-	-	-	-
ВР Автономної Республіки Крим	-	-	-	400,00	-	-	-
Донецька міська рада	75,00	60,00	-	-	-	-	-
Черкаська міська рада	-	-	-	60,00	-	-	-
Запорізька міська рада	60,00	-	-	25,00	50,00	-	-
Київська міська рада	-	-	-	-	5415,25	-	2375,00
Луганська міська рада	50,00	-	-	-	-	-	-
Дніпропетровська міська рада	-	-	-	-	190,00	-	-
Луцька міська рада	30,00	10,00	-	-	-	-	-
Сєверодонецька міська рада	20,00	-	-	-	-	-	-
Краматорська міська рада	15,00	-	-	-	-	-	-
Вінницька міська рада	10,00	-	-	-	-	-	-
Кременчуцька міська рада	-	-	-	-	25,00	-	-
Бориспільська міська рада	9,00	-	-	-	-	-	-
Всього:	974,00	370,00	-	584,50	5680,25	-	2375,00

Джерело: складено за [11].

Друга половина 2008 року проходила під егідою наростаючої світової фінансової кризи, що вплинуло на ринок муніципальних запозичень. Вартість позикових ресурсів зросла до 25% річних, що призвело до втрати зацікавленості в них з боку більшості

органів місцевого самоврядування, котрі розглядали їх з метою наповнення бюджету розвитку. До того ж, погіршилася ліквідність фінансових посередників, що зумовило падіння довіри населення до фінансових установ. В підсумку, це спричинило суттєве зменшення попиту на облігації місцевих позик [12, с. 25] і відобразилося у спаді активності в 2009 році до 39% від обсягу залучених коштів попереднього року.

Нульова результативність у 2010 році стала наслідком укладання між Україною та МВФ Меморандуму про економічну та фінансову політику з метою поступового зниження рівня державного боргу, в якому орієнтовна частка саме боргу муніципалітетів становила близько 1%. Тому більшість заяв з боку місцевих рад була просто відхилена МФУ. Однак, у 2011 році відбулося пом'якшення обмежень, оскільки було дозволено залучати кошти як існуючим містам-емітентам з метою реструктуризації заборгованості, так і містам, що прийматимуть Євро-2012. Як наслідок, впродовж 2011 року проведено 8 випусків місцевих облігацій на загальну суму 584,5 млн грн, де емітентами виступили: Верховна Рада АР Крим (400 млн грн) та міські ради Харкова (99,5 млн грн), Черкас (60 млн грн) і Запоріжжя (25 млн грн). Абсолютний рекорд ринку муніципальних облігацій був в Україні поставлений саме у 2012 році – зареєстровано 12 випусків на загальну суму 5680,25 млн грн, з яких 5415,25 млн грн припало на Київ. Проте вже 2013 рік знову відзначився повним зниженням активності на ринку місцевих запозичень [11].

У 2014 році відбулась всього одна емісія на суму 2375,00 млн грн, котру реалізувала Київська міська рада [11], після чого розвиток ринку припинився майже на три роки. Муніципалітети, які згідно Бюджетного Кодексу України мали можливість залучати до 200% (а в столиці навіть до 400%) бюджету на реалізацію і розвиток інфраструктурних проектів, до кризи 2014 року активно позичали гроші. Курсовий стрибок та зростання облікової ставки Національного банку України (НБУ) призупинили торгові операції з облігаціями місцевих позик. Незважаючи на їхню незмінну на той час дохідність 17,5%, що трималася на рівні облігацій внутрішньої державної позики (ОВДП), та вигідніші за банківський кредит умови через відсутність

вимоги застави майна, позичальники більш активно співпрацювали з банками через нібито більш привабливі умови кредитування (навіть попри значну кількість реальних випадків, коли фінансові установи забирали майно у позичальників порівняно з поодинокими випадками дефолту при розміщенні муніципальних облігацій з 68 проведених за період до 2014 року). Навіть у показовому випадку з дефолтом за муніципальними облігаціями Одеси у 1998 році, держава погасила облігації під 50% річних з держбюджету [13].

Негативно вплинуло на подальший розвиток ринку місцевих облігаційних позик в Україні використання АР Крим запозичених коштів від випуску для переказу в офшорні зони [6]. Проте на той час вже існувало ще ряд переваг у муніципальних запозичень у порівнянні з банківськими кредитами:

- зазвичай облігації дешевші за банківські кредити;
- емітент облігацій визначав умови фінансового запозичення, оминаючи залежність від фінансової політики банку;
- спостерігалась відсутність прямих договірних відносин між емітентом та інвестором;
- спостерігалась відсутність обов'язкової потреби (за рідкісним винятком) емітенту мати заставу під залучені позикові кошти;
- кошти від муніципальних запозичень не вважалися валовим доходом, тому вони не підлягали оподаткуванню податком на прибуток [10, с. 11].

Як правило, перед емісією муніципальних облігацій МФУ та Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України проводили процедуру перевірки фінансової спроможності бюджету потенційного продавця облігацій. Починаючи з 1 липня 2018 року розміщувати цінні папери стало можливо лише через біржу, однак залучені від продажу облігацій кошти перебувають під ґрунтовним контролем.

Переконаємося у дієвості вищезазначених аргументів через аналіз порівняльного прикладу основних умов запозичення містом Івано-Франківськ у 2018 році та кредиту, запропонованого Ощадним банком України. З табл. 4 помітно, що умови випуску муніципальних облігацій виявилися кращими за кредитні [10, с. 76].

Саме тому Івано-Франківською міською радою 13 вересня 2018 року було проведено успішне розміщення облігацій серій «В», «С» та «D» на ПАТ «Фондова біржа ПФТС», у результаті якого до бюджету міста було залучено 300 млн грн шляхом здійснення трьох випусків по 100 млн грн кожний [14].

Таблиця 4

**Порівняння умов одержання кредиту
і випуску облігацій місцевих позик**

Умови	Ощадбанк	Облігації місцевих позик
Процентна ставка, грн	21%	17,5%
Одноразова комісія при наданні кредиту	від 0,5%	0%
Строк запозичення	до 3 років	3 роки
Погашення кредиту (облігацій)	щомісячно/щоквартально	у кінці строку
Сплата процентів	щомісячно	щоквартально
Забезпечення кредитування (облігацій)	нерухоме та рухоме майно, майнові права, порука	не потрібно

Джерело: складено за [10, с. 76].

У 2018 році було також зареєстровано 2 випуски Львівською міською радою на загальну суму 440 млн грн [15; 16]. Впродовж наступних двох років Харків залучив від місцевих запозичень 2 млрд грн, зареєструвавши 6 випусків муніципальних облігацій. У 2019 році було проведено лише 2 розміщення, по 250 млн грн кожне, з терміном погашення 3 роки та ставкою 18% річних [15; 17], решту розміщень місто провело в 2020 році – перші 2 випуски на загальну суму 500 млн грн терміном 3 роки під фіксовану ставку 18% річних та ще 2 випуски – на 1 млрд грн на 3 роки під плаваючу ставку – облікова ставка Нацбанку (на той час 6% річних) + 5% річних [15; 18; 19].

У 2019 році, крім Харкова, розміщень більше не було, а от у 2020 році – до нього долучилися ще Львів та Київ: Львівська міська рада здійснила 3 випуски загальним обсягом 900 млн грн на 5 років під плаваючу ставку – облікова ставка НБУ + 2,5% річних;

Київ провів 2 випуски на загальну суму 770 млн грн терміном 1 рік, але з фіксованою ставкою 11% річних [15; 18; 19].

Додатково поштовху до розвитку ринок муніципальних облігацій отримав у 2020 році. В червні був прийнятий Верховною Радою, а через два місяці набрав чинності Закон № 738-IX «Про ринки капіталу і організовані товарні ринки», котрий дозволяв об'єднаним територіальним громадам (ОТГ) проводити випуски власних боргових цінних паперів. Незважаючи на те, що з початком децентралізації в Україні частина загальнодержавних фіскальних платежів переводиться до місцевих бюджетів, не всі ОТГ мають достатньо ресурсів для покриття власних потреб, що створює передумови для їхнього виходу на ринок муніципальних позик [19].

1 вересня 2020 року набули чинності зміни до порядку оцінки Національним банком України справедливої вартості цінних паперів, чим було затверджено підхід стосовно муніципальних облігацій. До того ж вони можуть входити до пулу застав за кредитами рефінансування, що не тільки розширює інструментарій банків з регулювання власної ліквідності, а й сприяє розвитку регіональних інфраструктурних проєктів та ринку цінних паперів загалом. При оцінюванні муніципальних облігацій також враховується властивий їм кредитний ризик із відповідними жорсткими обмеженнями з боку Бюджетного кодексу України [20].

За прогнозами фінансистів, все це мало призвести до справжнього буму в сфері муніципальних облігацій в 2021-му році – саме за рахунок емісій як великих міст, так і об'єднаних територіальних громад (ОТГ). Тоді дійсно планували свої розміщення багато міст: Дніпро, Львів, Київ, Запоріжжя, Полтава, Хмельницький, Кривий Ріг, Чернівці та Житомир [19]. Однак фактично лише Київська міська рада наприкінці 2021 року реалізувала крайні 3 випуски муніципальних облігацій в Україні на загальну суму 1,1 млрд грн (300 млн грн та два по 400 млн грн 22.11.2021р. та 03.12.2021р., відповідно) з терміном погашення 5 років та плаваючою обліковою ставкою НБУ + маржа від 1,0% річних до 5,0% річних [21].

Задля збільшення альтернативних можливостей українських клієнтів та залучення додаткових інвестицій в економіку країни 29.12.2022 р. відбулась знакова подія – Національний депозитарій України (НДУ) та Центральний депозитарій Польщі (KDPW) підписали договір про співпрацю, метою якого було побудувати лінк та організувати кореспондентські відносини між собою для проведення операцій «Поставка цінних паперів без оплати». Позитивним чинником для можливої активізації ринку муніципальних позик є активна робота НКЦПФР щодо застосування законодавства України та його гармонізації з практиками, що використовуються в Європейському Союзі.

Важливим кроком було проходження НДУ необхідних процедур і перевірок, щоб відкрити кореспондентський рахунок за європейськими стандартами відповідно до єдиних правових вимог Європейського Союзу щодо центральних депозитаріїв цінних паперів (Central securities depositories – CSDs). Все це зробило можливим здійснення транскордонних переказів цінних паперів. Беручи до уваги те, що економіка країни потребує неабияких фінансових ресурсів саме для відбудови зруйнованих українських міст і важливу роль у цьому має відіграти ринок капіталу, то ж було прийняте рішення почати співпрацю саме з українських муніципальних облігацій, облік яких здійснюється в НДУ. В депозитарній системі Польщі вони позначаються спеціальним кодом KDPW. При цьому на той момент в Україні вже знаходилися в обігу випуски Київської, Харківської та Львівської міських рад загальною номінальною вартістю понад 3,1 млрд грн [22].

Висновок. Як видно з результатів аналізу, ринок муніципальних облігацій в Україні зосереджений переважно у великих містах. Невеликі міста рідко випускають муніципальні облігації з кількох причин: по-перше, через обмеженість фінансових ресурсів порівняно з великими містами, що ускладнює їм виділення коштів на випуск та обслуговування муніципальних облігацій; по-друге, через нестачу досвіду та знань у цій сфері. Все це породжує низький інвестиційний попит з боку інвесторів, котрі часто не зацікавлені в муніципальних облігаціях невеликих міст, адже вони

сприймаються як менш ризикові та ліквідні, ніж муніципальні облігації, випущені великими містами.

Проте, дослідження розміщень розкриває еволюційний розвиток ринку муніципальних облігацій в Україні та вказує на його значний потенціал. Підтримка з боку держави шляхом покращення профільного законодавства та налагодження співпраці з міжнародними гравцями ринку демонструє зацікавленість уряду у розвитку економіки регіонів. А зростання дефіциту бюджетів місцевих громад і підвищення попиту на інвестиції з боку іноземних та вітчизняних інвесторів стимулюватимуть активізацію процесів позичання.

Підсумовуючи, можна зауважити, що ринок муніципальних облігацій в Україні є досить перспективним, бо може запропонувати інвесторам привабливу дохідність та можливість зробити свій вклад у розвиток регіонів.

Література

1. Markowitz H.M. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952. Vol. 7. № 1. P. 77–91.
2. Іваницька О. М. Системні дії держави щодо входження на європейський біржовий ринок цінних паперів: досвід Польщі. *Науковий вісник Державної академії статистики, обліку та аудиту*. 2007. № 2. С. 80-86.
3. Шевченко О. В. Інструменти розширення ринку муніципальних цінних паперів як чинника ресурсного забезпечення регіонального розвитку. URL: <https://niss.gov.ua/doslidzhennya/regionalniy-rozvitok/instrumenti-rozshirenniya-rinku-municipalnikh-cinnikh-paperv-yak>
4. Ковач В. Об'єднані громади вийдуть на ринок цінних паперів/ URL: <https://decentralization.ua/news/9962>
5. Штерн Г.Ю., Карлова О.А., Погосьян К.В. Розвиток муніципальних облігацій в Україні. *Коммунальное хозяйство городов: научно-технический сборник*. 2006. № 70. С. 323–327. URL: http://eprints.kname.edu.ua/1410/1/323-327_Штерн.pdf
6. Дяченко С.А. Розширення фінансової автономії органів місцевого самоврядування шляхом розвитку ринку

- муніципальних запозичень. *Інвестиції: практика та досвід*. 2014. № 19. С. 110-114. URL: http://www.investplan.com.ua/pdf/19_2014/23.pdf
7. Бюджетний Кодекс України від 21.06.2001 р. № 2542-III <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2542-14#Text>
 8. Порядок здійснення запозичень до місцевих бюджетів, затверджений постановою Кабінету міністрів України від 24.02.2003 р. № 207. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/207-2003-%D0%BF/ed20030224#Text>
 9. Положення про порядок випуску облігацій місцевих позик, затверджене рішенням ДКЦПФР від 07.10.2003р. № 414. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/z0982-03/ed20031007#Text>
 10. Козак В. І., Москвін С. О., Посполітак В. В. Фінансові інструменти: емісія муніципальних облігацій: наук.-практ. посіб. Київ: DESPRO, 2019. 142 с. URL: https://decentralization.ua/uploads/library/file/640/fin_instr_munic_2019.pdf
 11. Квасниця О. Практика та проблематика здійснення місцевих запозичень в Україні. *Світ фінансів*. 2015. № 4. С. 104-116. URL: <http://dspace.wunu.edu.ua/bitstream/316497/2829/1/Квасниця%20О.pdf>
 12. Волкова В. В., Волкова Н. І. Місцеві фінанси. Навчальний посібник. Вінниця: Донецький національний університет імені Василя Стуса, 2022. 105 с. URL: https://r.donnu.edu.ua/bitstream/123456789/2656/1/Волкови_НП_%20МФ.pdf
 13. Ковач В. Об'єднані громади вийдуть на ринок цінних паперів. URL: <https://decentralization.ua/news/9962>
 14. На біржі ПФТС відбулось розміщення облігацій м. Івано-Франківськ (13.09.2018). URL: <https://pfts.ua/news/2698-na-birzhi-pfts-vidbulos-rozmishchennya-obligatsij-m-ivano-frankivsk>
 15. Бахур Н.В. Розширення можливостей залучення коштів для розвитку шляхом емісії облігацій місцевих позик. URL: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2021-08/obligatsii-mistsevyh-pozyk.pdf>
 16. Міністерство фінансів України: Реєстр місцевих запозичень за 2018 рік. URL: <https://mof.gov.ua/uk/download/page/1041>

17. Міністерство фінансів України: Реєстр місцевих запозичень з 01 січня по 31 грудня 2019 року. URL: <https://mof.gov.ua/uk/download/page/2585>
18. Міністерство фінансів України: Інформація щодо здійснення місцевого запозичення з 01 січня по 31 грудня 2020 року. URL: <https://mof.gov.ua/uk/download/page/2585>
19. Скільки можна заробити на бумі муніципальних облігацій: нові емітенти та ставки. URL: <https://minfin.com.ua/ua/2021/01/22/58647042/>
20. Визначена методика оцінки муніципальних облігацій як можливої застави за кредитами рефінансування. URL: <https://bank.gov.ua/ua/news/all/viznachena-metodika-otsinki-munitsipalnih-obligatsiy-yak-mojlivoyi-zastavi-za-kreditami-refinansuvannya#>
21. Міністерство фінансів України: Інформація щодо здійснення місцевого запозичення за період з 01 січня по 31 грудня 2021 року. URL: <https://mof.gov.ua/uk/download/page/3749>
22. НДУ побудував лінк з Центральним депозитарієм Польщі. URL: <https://www.csd.ua/ndu-pobuduvav-link-z-czentralnym-depozytariyem-polshhi/>